

Оглавление

Предисловие	7
Часть 1	
Архетип большого кредитного цикла	9
Часть 2	
Подробное описание отдельных исторических примеров долговых кризисов	79
Долговой кризис и гиперинфляция в Германии (1918–1924)	83
Долговой кризис в США и послекризисные изменения в экономике (1928–1937)	123
Долговой кризис в США и послекризисные изменения в экономике (2007–2011)	183
Часть 3	
48 примеров больших долговых кризисов	277
Приложение	
Макропруденциальная политика	481
Словарь основных экономических терминов	493
Важная информация о публикуемых сведениях	496

Предисловие

Я пишу эти строки в десятую годовщину глобального финансового кризиса 2008 г. В этой книге хочу представить точку зрения инвестора, который успешно лавировал в том кризисе, разработав специальный шаблон, проясняющий, как протекают все долговые кризисы. Я собираюсь поделиться с вами своим шаблоном в надежде сократить вероятность долговых кризисов в будущем и помочь человечеству легче и качественнее их преодолевать.

Моя точка зрения как инвестора отличается от видения большинства экономистов и руководителей государств, потому что я делаю ставку на экономические изменения, исходя из ситуации на рынках, которые отражают эти изменения и заставляют меня сосредоточиться на относительных показателях и потоках, определяющих движение капитала. Они же, в свою очередь, способствуют развитию этих циклов. Пытаясь обойти эти циклы, я обнаружил, что ничто в такой степени не дает тех практических знаний, которые невозможно почерпнуть из учебников, как боль в результате ошибки или триумф своей правоты как глобального макроинвестора.

После того как меня не раз заставляли врасплох события, с которыми я ранее не сталкивался, я решил более не полагаться на собственный опыт, а изучить все крупные экономические и рыночные потрясения в истории так, чтобы они представлялись мне собственным «виртуальным опытом» — словно я сам переживал эти события в реальном времени. В таком случае я бы делал свои ставки на рынке, как если бы знал только то, что произошло до того момента. Я добился этого, подробно изучив примеры из истории в хронологическом порядке, переживая каждый из них так, как если бы лично пребывал в тех реалиях в течение долгих дней и месяцев. Этот опыт значительно расширил и углубил мое видение вопроса. За свою жизнь я прошел через загнивание и постепенный распад глобальной валютной системы (Бреттон-Вудской системы) в 1966–1971 гг., инфляционный «пузырь» 1970-х и его разрыв в 1978–1982 гг., латиноамериканскую инфляционную депрессию 1980-х, японский «пузырь» конца 1980-х и его разрыв в 1988–1991 гг., глобальные долговые «пузыри», в результате которых произошел «крах доткомов» в 2000 г., и «великий» делеверидж 2008-го. Изучая же историю экономики, я смог стать свидетелем и участником коллапса Римской империи в V веке н. э., долговой реструктуризации в США в 1789 г., жизни в Веймарской республике в 1920-х, глобальной Великой депрессии и Второй мировой войны, захлестнувшей множество стран в 1939–1945 гг., и многих других кризисов.

Мое любопытство и желание понять, как протекают кризисы, чтобы успешно преодолевать их в будущем, привели к попытке осознать их причинно-следственные связи. Я обнаружил, что, изучая множество примеров любого экономического явления (например, деловых циклов, делевериджей) и закладывая их средние значения, я могу лучше представить себе и изучить причинно-следственные связи каждого типа. Это привело меня к созданию шаблонов или архетипов кризисов — например, архетипа делового цикла, архетипа большого кредитного цикла, архетипа дефляционного делевериджа, архетипа инфляционного делевериджа и т. д. Затем, отмечая различия каждого исторического примера в пределах одного типа (например, делового цикла от архетипа делового цикла), я научился понимать, что именно привело к этим отличиям. Соединив вместе все эти шаблоны, я получил упрощенное, однако глубокое понимание всех этих примеров и смог разработать принципы их успешного преодоления. Чтобы не рассматривать по отдельности множество разрозненных событий, я беру меньшее количество повторяющихся, подобно опытному врачу, который рассматривает каждый отдельный случай заболевания как общий случай протекания болезни.

Я изучил этот вопрос и разработал шаблон с помощью своих замечательных партнеров по Bridgewater Associates. Этот шаблон позволил нам лучше подготовиться к экономическим бурям, которые на нашем веку не случались, равно как изучение столетнего периода наводнений и эпидемических заболеваний позволяет их предвидеть и лучше к ним подготовиться. Мы воспользовались нашим пониманием, чтобы разработать принципы и создать компьютеризированные алгоритмы принятия решений, которые подробно описывают, как бы мы отреагировали на каждое возможное проявление кризиса. Данный подход оказался невероятно

полезным. Например, за восемь лет до финансового кризиса 2008 г. мы разработали специальный «измеритель депрессии», запрограммировав его реагировать на события 2007–2008 гг. (а подобные события не происходили в экономике с 1929–1932 гг.). Это позволило нам успешно преодолеть кризис, когда почти все остальные понесли огромные убытки.

Не стану подробно объяснять здесь, как работают системы принятия решений Bridgewater, но поделюсь следующим: 1) своим шаблоном архетипа большого кредитного цикла; 2) тремя наиболее показательными историческими примерами крупных долговых кризисов, которые я рассмотрю во всех подробностях (США в 2007–2011 гг. и «великая рецессия»; США в 1928–1937 гг. и дефляционная депрессия; Германия в 1918–1924 гг. и инфляционная депрессия); 3) обзором 48 изученных исторических примеров крупных долговых кризисов, в который включено большинство крупных долговых кризисов, произошедших за последнее столетие*. Гарантирую, что если вы потрудитесь понять кризисы с каждой из этих сторон, то они будут видаться вам совсем иначе, чем раньше.

Мне представляется, что наблюдать за экономикой и рынками (да и за чем угодно) день за днем — это все равно что находиться посреди назревающего бурана, когда миллионы частиц информации бьют в лицо и нужно суметь синтезировать их в одно и отреагировать на все сразу. Чтобы понять, что я имею в виду, сравните информацию, представленную в части 1 (наиболее теоретической), в части 2 (где информация дана более детально) и в части 3 (где с помощью графиков иллюстрируются 48 исторических примеров долговых кризисов). Вы увидите, что все эти исторические кризисы протекают, по сути, одинаково, как описано в «архетипе»; при этом заметите их отличия и задумаетесь, как их объяснить, что углубит ваше понимание вопроса. Таким образом, когда придет время следующего кризиса, вы будете к нему подготовлены.

Отдельно отмечу: я признаю, что люди имеют разные взгляды и моя точка зрения не единственная; поэтому, вынося свои взгляды на общее обсуждение, мы все можем углубить собственное понимание темы. Для этого я и хочу поделиться нашим исследованием.

Благодарность

У меня нет подходящих слов, чтобы в полной мере выразить свою благодарность всем сотрудникам Bridgewater, которые разделили со мной (и продолжают разделять) мою миссию понять рынки и проверить свое видение реального мира. Я безмерно ценю связывающие нас значимую работу и отношения, благодаря которым мы пришли к пониманию вопроса и принципов, обогативших нас в самом глубоком смысле этого слова.

Я благодарен своим замечательным партнерам Бобу Принсу, Грегу Дженсену и Дэну Бернштейну, которые трудились со мной бок о бок на протяжении десятилетий; своей сегодняшней команде аналитиков (особенно Стивену Крайгеру, Гарднеру Дэвису, Биллу Лонгфильду, Ансеру Кази, Дэнни Ньюману, Майклу Саваресе и Елене Маллой); моей предыдущей команде аналитиков (особенно Брайану Гоулду, Клоду Амадео, Бобу Эллиотту, Марку Диннеру, Брэндону Роули и Джейсону Роджерсу) и другим, кто работал со мной в сфере аналитики все эти годы. Я также в долгу перед многими руководителями аналитических подразделений Bridgewater, включая Джейсона Ротенберга, Ноя Йечили, Ларри Кофского, Рамсена Бетфархада, Карен Карниоль-Тамбур, Кевина Бреннана, Керри Рейлли, Джейкоба Клайна, Авраама Сидиропулоса, Амита Сривастава и нашего дорогого бывшего коллегу Брюса Штейнберга, которого мы трагически потеряли в прошлом году.

* После части 3 также приводится глоссарий экономических терминов; чтобы получить общее представление о многих понятиях, содержащихся в данном исследовании, я рекомендую к просмотру мой 30-минутный видеоролик «Как работает экономическая машина», который можно увидеть здесь: www.economicprinciples.org. Прим. авт.

Часть 1
АРХЕТИП БОЛЬШОГО КРЕДИТНОГО ЦИКЛА

СОДЕРЖАНИЕ ЧАСТИ I

Архетип большого кредитного цикла	13
Как я представляю себе кредит и долг	13
Шаблон архетипа долгосрочного/большого долгового цикла	17
Детальное рассмотрение цикла	18
Этапы классического дефляционного долгового цикла	21
1. Ранний этап цикла	21
2. «Пузырь»	21
3. Пик	27
4. «Депрессия»	29
5. «Красивый» делеверидж	40
6. Политика «толкать веревку»	44
7. Нормализация	47
Инфляционные депрессии и валютные кризисы	48
Стадии классического инфляционного долгового цикла	51
1. Ранняя стадия цикла	51
2. «Пузырь»	52
3. Пик цикла и защита валюты	55
4. Депрессия (часто начинается после того, как руководство «отпускает» валюту и позволяет ей обесцениться)	59
5. Нормализация	65
Спиралевидное падение от переходной инфляционной депрессии к гиперинфляции	69
Экономика военного времени	73
Резюме	77

Архетип большого кредитного цикла

Как я представляю себе кредит и долг

Поскольку мы будем много оперировать терминами «кредит» и «долг», я начну с объяснения того, что они означают и как действуют.

Кредит — это то, что обеспечивает покупательную способность. Эта покупательная способность дается в обмен на обещание впоследствии вернуть деньги, то есть долг. **Очевидно, что давать возможность благодаря кредиту совершать покупки и делать что-то полезное само по себе здорово, а не давать такой возможности может быть плохо.** Например, если для развития дается слишком мало кредитных средств, то и развитие будет совсем незначительное, а это плохо. Проблемы с долгом возникают тогда, когда нет возможности его погасить. Иными словами, **вопрос о том, хорошо или плохо то, что кредит/долг растет слишком быстро, зависит от того, что производится за его счет и как выплачивается этот долг (например, как выплачиваются проценты по нему).**

Люди с высокой финансовой ответственностью чаще всего не любят долгов, и эту позицию я разделяю*. Всю свою жизнь, даже когда у меня почти не было денег, я предпочитал больше экономить, чем брать в долг, понимая, что положительная сторона долга не стоила того, чтобы иметь дело с ее отрицательной стороной. Наверное, эту позицию я унаследовал от отца. Я согласен, что занять немного лучше, чем занять много. Однако со временем я узнал, что это не обязательно так, особенно для общества в целом (в отличие от отдельных его членов), потому что властные структуры имеют доступ к рычагам, которые недоступны отдельным лицам. По своему опыту и из аналитических источников я узнал, что **недостаток кредита / роста долга может привести даже к более серьезным экономическим проблемам, чем избыток: есть риск упущенных возможностей.**

Поскольку кредит создает как покупательную способность, так и долг, то, насколько желательно или нежелательно наращивать кредитные средства, зависит от того, достаточно ли продуктивно используются взятые в долг деньги, чтобы получить нужную прибыль для выплаты процентов по долгу. Если это так, значит, ресурсы были правильно распределены, и в выигрыше останутся как заемщик, так и кредитор. Однако если этого не происходит, то недовольными останутся оба, и весьма вероятно, что ресурсы были распределены неправильно.

Если применить данную оценку к обществу в целом, то следует принимать во внимание и вторичный сектор экономики, и первичный. Например, иногда недостаточно денег/кредита предоставляется на такие очевидно выгодные с экономической точки зрения вещи, как хорошее образование для детей (что сделает их деятельность более продуктивной, сократит преступность и расходы на содержание преступников в тюрьмах) или замена малоэффективной инфраструктуры, — и все это из-за фискального консерватизма, который утверждает, что заимствования для подобных вещей негативны для общества. А это совсем не так.

Скажу без обиняков: кредит/долг, который производит достаточно экономической выгоды, чтобы оплатить самого себя, — это хорошо. Однако иногда плюсы и минусы не столь очевидны. Если стандарты кредитования требуют почти 100%-ной гарантии выплаты с процентами, то это может сократить количество долговых проблем, однако затормозит развитие. Если стандарты кредитования более гибкие, это способствует большему развитию, но может создать впоследствии серьезные долговые проблемы, которые перечеркнут всю пользу. Давайте рассмотрим этот и другие общие вопросы, касающиеся долга и долговых циклов.

Насколько дорого обходится безнадежный долг по сравнению с решением не совершать расходов, которые можно профинансировать за счет долга?

Допустим, вы являетесь высокопоставленным лицом в правительстве. Вы решаете построить метрополитен стоимостью один миллиард долларов США. Вы финансируете этот проект за счет долга, который планируете

* Я настолько не люблю долги, что почти их не имею. Даже когда я покупал свой первый дом, обошелся без ипотеки. Bridgewater я основал, не влезая в долги, и до сих пор люблю экономить и откладывать деньги.

выплатить за счет полученной от проекта прибыли, однако экономические показатели проекта оказались настолько хуже расчетов, что прибыль была вполнину меньше ожидаемой. Долг на 50% придется списать. Означает ли это, что вы зря построили метрополитен?

Иными словами, вопрос заключается в том, как посмотреть на ситуацию: стоит ли метрополитен на полмиллиарда долларов больше расчетной суммы или же обойдется примерно на 2% в год дороже, чем было заложено в его бюджет, если предположить, что срок эксплуатации метрополитена — 25 лет. С этой точки зрения легко понять, что иметь метрополитен по этой цене куда лучше, чем совсем не иметь системы подземного транспорта.

Чтобы вы имели представление о том, что это может означать для экономики в целом, скажу, что совсем безнадежные долги — это когда невозможно погасить около 40% стоимости кредита. Это около 20% всех непогашенных долгов, поэтому убытки по всем кредитам будут около 8% от общей суммы. Эта общая сумма, в свою очередь, составляет приблизительно 200% дохода (например, ВВП), то есть недостача будет 16% ВВП. Если эти издержки «национализировать» (то есть перенести на все общество с помощью бюджетно-налоговой и/или кредитно-денежной политики) и распределить это бремя на 15 лет, то получим около 1% в год, что вполне терпимо. Конечно, если эти потери не распределить во времени, то такие издержки будут непосильными. Поэтому я уверяю вас, что **риск убытков от значительных долгов во многом зависит от желания и способности высшего руководства страны оптимально распределить их. Я наблюдал это на всех примерах из собственной жизни и на исторических примерах, которые изучил. В состоянии ли государственные чиновники это сделать, зависит от двух факторов: 1) номинирован ли долг в валюте, которую они контролируют; 2) имеют ли они влияние на взаимодействие кредиторов и должников.**

Неизбежны ли долговые кризисы?

За всю историю человечества лишь несколько крайне дисциплинированных стран смогли избежать долговых кризисов. Это можно объяснить тем, что кредитование никогда не проходит идеально, а часто из рук вон плохо; все оттого, как циклы подталкивают создавать «пузыри». Хотя в общем высшее руководство стран старается сделать все правильно, чаще оно оказывается слишком нетребовательным к гарантиям погашения, полагая, что ближайшая выгода (ускорение роста) это оправдывает. Также в политическом смысле проще разрешить легкое кредитование (за счет предоставления гарантий, смягчения кредитно-денежной политики), чем ужесточать его условия. В этом основная причина долговых циклов.

Почему долговые кризисы цикличны?

Я заметил, что всякий раз, заводя речь о циклах, особенно о долгосрочных, вижу удивленно поднятые брови, как если бы я заговорил об астрологии. Именно поэтому хочу подчеркнуть, что веду речь *не о чем ином, как о логических последовательностях событий, которые повторяются в определенном порядке.* В рыночной экономике экспансия и сокращение кредитования способствуют образованию экономических циклов, которые возникают по совершенно логическим причинам. Хотя их порядок обычно почти одинаков, последовательность никогда не повторяется и никогда не укладывается в одинаковое время.

Допустим, вы генерируете кредит практически всякий раз, когда занимаете деньги. Покупка чего-то, что вы не можете себе позволить, означает потратить больше заработанного. Вы занимаете деньги не только у своего заимодавца, но и у себя самого. По сути, сами создаете временной промежуток в будущем, когда будете вынуждены тратить меньше, чем зарабатываете, чтобы погасить долг. Эта последовательность из заимствования превышающих доход средств и последующей необходимости тратить меньше, чем вы зарабатываете, уже напоминает цикл. Это утверждение верно как для экономики страны в целом, так и для отдельных граждан. Взятие денег в долг дает начало ряду механических и предсказуемых событий.

Если вы представляете себе, как играть в «Монополию» (Monopoly®), то хорошо понимаете, как работают кредитные циклы на уровне всей экономики. Сначала у игроков много денег и мало отелей, и игрокам очень выгодно оборачивать деньги в недвижимость. В ходе игры у участников становится все больше отелей, что

приводит к большей потребности в деньгах (чтобы оплачивать счета за чужую собственность, усеянную отелями). В итоге некоторым игрокам приходится распродавать свои отели по сниженным ценам. В начале игры определяющим фактором является наличие недвижимости, но затем все большее значение приобретает наличие денег. Те, кто имеет хорошие навыки этой игры, знают, как удерживать правильный баланс недвижимости и наличности и как этот баланс изменяется в процессе.

Теперь давайте изменим роль банка таким образом, чтобы он мог выдавать кредиты и принимать депозиты. В этом случае игроки могли бы брать кредиты на покупку отелей и вкладывать имеющуюся наличность в банк в виде депозитов, чтобы получать доход, а не держать ее в бездействии. Это позволило бы банку иметь в распоряжении больше денег для выдачи кредитов. Давайте также представим, что игроки могут продавать и покупать недвижимость друг у друга, предоставляя друг другу кредиты (давая обещание заплатить деньги позднее). Если бы в «Монополию» играли по таким правилам, она бы представляла собой почти идеальную модель функционирования нашей экономики. Сумма взятых в кредит денежных средств, которые тратятся на покупку новых отелей, быстро бы выросла и в разы перекрыла имеющиеся в игре деньги. Впоследствии кредиторам, которые удерживают эти отели, перестало бы хватать наличности, чтобы оплачивать аренду и погашать проценты по своим долгам. У банка также возникли бы проблемы, поскольку растущая потребность в наличности вынудила бы его клиентов снимать деньги со счетов, потому что все больше должников не смогли бы вовремя расплачиваться по долгам. И если бы ничего не предпринималось, то и банки, и должники обанкротились бы, отчего произошел бы спад экономики. С течением времени, когда эти циклы роста и спада повторились бы многократно, были бы созданы условия для крупного долгосрочного кредитного кризиса.

Кредитование естественным образом создает самоусиливающуюся динамику роста, со временем переходящую в самоусиливающуюся динамику спада, которая сменяется самоусиливающейся динамикой роста и т. д. Во время этапа роста кредитование поддерживает расходы и инвестиции, что, в свою очередь, поддерживает доходы и цену активов; увеличившиеся доходы и цена активов способствуют дальнейшим заимствованиям и тратам на товары и финансовые активы. Заимствования, по сути, поднимают расходы и доходы выше планомерного роста производительности экономики. Когда динамика роста приближается к пику, кредитование основывается на ожидании, что этот превышающий общую тенденцию рост будет продолжаться бесконечно. Однако, безусловно, со временем доходы упадут ниже стоимости кредитов.

Те хозяйства, чей рост в значительной степени поддерживается за счет строительства недвижимости и инфраструктуры на заемные средства, особенно подвержены циклическим колебаниям, потому что быстрые темпы строительства таких долгосрочных активов неустойчивы. Если вам нужны дома более прочные и вы их строите, то дополнительная потребность строить дома соответственно сокращается. Сокращаются расходы на строительство домов — уменьшается и влияние жилищного строительства на рост. Допустим, вы тратили 10 млн долларов в год на строительство офисного здания (в эту сумму входит наем работников, закупка стройматериалов и пр.). Когда здание будет построено, расходы на него сократятся до нуля долларов в год, равно как и спрос на работников и строительные материалы. С этого момента рост, доход и то, в состоянии ли вы будете выплачивать проценты по долгу, — все будет зависеть от иного спроса. Этот тип цикла, когда сильный рост на этапе восходящего тренда, происходящий за счет строительства недвижимости на заемные средства, фиксированных инвестиций и расходов на инфраструктуру, сменяется нисходящим трендом в связи с сокращением спроса и наличием остатка долга, очень характерен для развивающихся стран, поскольку им нужно построить много и сразу.

Циклическости экономики развивающихся стран также способствуют изменения в их конкурентоспособности в связи с относительными изменениями в их доходах. Как правило, труд в таких странах стоит очень дешево, а инфраструктура находится в крайне запущенном состоянии, поэтому они строят инфраструктуру и переживают бум экспорта и рост доходов. Однако темпы роста за счет экспорта естественным образом замедляются по мере того, как растет уровень доходов и падает конкурентоспособность заработных плат по сравнению с другими странами. Существует масса примеров таких циклов (например, опыт Японии последних 70 лет).

В «пузырях» несбыточные ожидания и неосторожное кредитование накапливают критическую массу безнадежных кредитов. На каком-то этапе это становится очевидным банкам и центральному банку, и «пузырь» начинает сдуваться. Классический предупреждающий знак того, что образуется «пузырь», — тот факт, что берут все больше займов для выплаты процентов по другим долгам, что лишь усугубляет долговую ситуацию заемщиков.

Когда деньги и кредит становятся малодоступными и/или устанавливаются более высокие стандарты кредитования, темпы роста кредита и расходов замедляются и возникают дополнительные проблемы с обслуживанием долга. Этот этап предвосхищает пик стадии подъема кредитного цикла. Осознав, что кредитование растет угрожающе быстро, центральные банки ужесточают денежно-кредитную политику, что часто приводит к ускорению спада (хотя он все равно бы случился, просто чуть позже). В любом случае, когда стоимость обслуживания долга становится выше суммы, которую можно занять на финансирование расходов, начинается обратный ход цикла. Помимо сокращения новых заимствований возрастает давление на заемщиков, которым нужно расплачиваться по долгам. Чем очевиднее тот факт, что заемщикам приходится туго, тем меньше предоставляется новых кредитов. В результате сокращения расходов и инвестиций еще больше замедляется рост доходов и падают цены на активы.

Когда заемщик не имеет возможности исполнять свои долговые обязательства перед кредитными организациями, последние оказываются не в состоянии выполнить их долговые обязательства перед собственными кредиторами. Высшее руководство страны должно решить эту проблему, начав с кредитных организаций. Под самым высоким давлением обычно оказываются заимодавцы с самым крупным портфелем займов и с наивысшим риском несостоятельности заемщиков. Эти заимодавцы больше, чем остальные, подвержены риску создать «эффект домино», который ударит по платежеспособным покупателям и экономике в целом. Обычно эти кредитные организации — банки, однако, поскольку кредитные системы динамично развиваются, уже образовался более широкий круг заимодавцев, который включает в себя страховые компании, небанковские трасты, брокерско-дилерские компании и даже фонды целевого финансирования (эндаумент-фонды).

Из таких циклов вытекают две основные долгосрочные проблемы:

1. **Убытки, которые возникают в результате непоступления ожидаемых платежей в счет погашения долга.** Когда обещанные платежи в погашение долга не выплачиваются, ситуацию можно разрешить посредством либо уменьшения регулярных выплат, либо списания части долга (то есть согласия принять меньше, чем выдано в долг). Если вы ожидали ежегодные платежи в погашение долга в размере 4%, а они выплачиваются в размере 2 или 0%, то ежегодно возрастает дефицит средств; тогда как если долг списывается, то убытки того года, когда долг был списан, будут значительно выше (например, 50%).
2. **В дальнейшем происходит сокращение кредитования и расходов, которые финансировались за счет этого кредитования.** Даже после того как долговой кризис разрешен, маловероятно, что компании и другие лица, которые взяли в долг слишком много, смогут в будущем тратить на том же уровне, что и до кризиса. Эти последствия необходимо учитывать.

Можно ли управлять большинством долговых кризисов так, чтобы они не вызвали чрезмерных последствий?

Иногда такие циклы бывают умеренными, как кочки на дороге, однако порой они оказываются экстремальными и приводят к краху экономики. В данном исследовании мы рассмотрим экстремальные случаи таких циклов за последнее столетие — те, которые привели к падению ВВП более чем на 3%. Исходя из моего анализа этих циклов, а также того, какие рычаги воздействия на экономику доступны высшему руководству и насколько они могут быть эффективны, я полагаю, что почти в каждом случае, когда долги номинированы в национальной валюте, высшее руководство страны в состоянии самостоятельно справиться с долговым кризисом. Это благодаря имеющейся у высшего руководства страны возможности распределить отрицательные последствия долгового кризиса таким образом, что крупные долговые проблемы не ощущаются как таковые. Самые неприятные экономические последствия, вызванные долговыми кризисами, происходили

до того, как высшее руководство принимало меры для распределения этих последствий. Даже самые крупные долговые кризисы в истории человечества (например, Великая депрессия 1930-х) были преодолены, как только вносились необходимые поправки в курс страны. Исходя из моего анализа таких исторических примеров, наибольшие риски несут в себе не сами долги, а: 1) неумение высшего руководства принимать правильные меры из-за недостатка знаний и полномочий; 2) политические последствия принятия мер, которые, помогая одним, вредят другим. Я пишу эту работу именно потому, что хочу помочь сократить такие риски.

При этом хочу подчеркнуть, что: 1) когда долги номинированы в иностранной валюте, а не в национальной, руководству страны гораздо труднее принимать меры, способствующие распределению экономических последствий во времени; 2) тот факт, что долговыми кризисами можно хорошо управлять, не означает, что они не обходятся некоторым людям чрезвычайно дорого.

Главное в управлении долговыми кризисами — правильное применение высшим руководством страны имеющихся у него рычагов воздействия на экономику и наличие соответствующих полномочий, чтобы действовать в условиях долгового кризиса свободно: зная, на какой процент в год распределить долговое бремя, кто выиграет и пострадает от этого решения и в какой степени, а также какие политические и иные последствия возможны в результате решения и действий руководства и насколько они приемлемы.

В распоряжении высшего руководства страны имеются следующие рычаги воздействия на экономику, способные сократить долг и расходы на обслуживание долга до уровня доходов и денежных потоков, необходимых для их погашения:

- 1) дефолт по долгам / реструктуризация долгов;
- 2) введение режима строгой экономии (сокращение расходов);
- 3) «включение печатного станка» и скупка (или предоставление гарантий) центральным банком;
- 4) перевод денег и кредита от тех, у кого их больше, чем им «нужно», к тем, у кого их меньше.

Эти рычаги воздействия на экономику работают по-разному. Одни имеют инфляционный характер и стимулируют рост (например, печатание денег), другие обладают дефляционным характером и помогают сократить долговое бремя (например, режим строгой экономии и дефолты). Чтобы провести «красивый» делеверидж (сократить соотношение долга и доходов, удерживая при этом приемлемые уровни инфляции и роста, что я объясню далее), необходимо найти правильный баланс. В случае удачи коэффициент долговой нагрузки сокращается, в то время как экономическая активность и цена финансовых активов повышаются, постепенно приводя темпы номинального роста доходов до значения, превышающего номинальные процентные ставки.

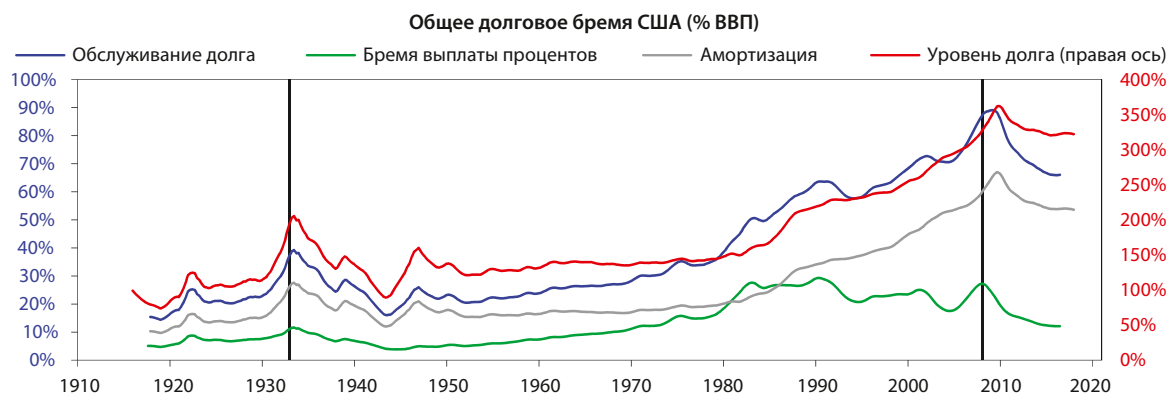
Эти рычаги определяют, кто выиграет и кто проиграет от их воздействия и за какое время. Высшее руководство страны оказывается перед трудным политическим выбором, потому что ему приходится брать это сложное решение на себя. В результате усилия высшего руководства редко оценивают по достоинству, даже если ему удастся успешно справиться с кризисом.

Шаблон архетипа долгосрочного/большого долгового цикла

Рассматриваемый шаблон основан на исследовании 48 крупных долговых циклов, куда включены все исторические примеры, которые привели к падению реального ВВП в крупных странах на более чем 3% (именно такие случаи я называю депрессией). Для большей ясности я разделил страны, пострадавшие от кризисов, на две группы: 1) у которых было мало долгов в иностранной валюте и которые не проходили через инфляционную депрессию; 2) у которых значительное количество долгов было номинировано в иностранной валюте и которые пострадали от инфляционной депрессии. Поскольку можно наблюдать 75%-ную корреляцию между количеством внешних долгов и размером инфляции (что неудивительно, поскольку большое количество долгов в иностранной валюте является причиной инфляционной депрессии), имеет смысл объединить страны с большим количеством долгов в иностранной валюте со странами, пережившими инфляционную депрессию.

Обычно долговые кризисы возникают потому, что долги и стоимость их обслуживания растут быстрее, чем доходы, которые необходимы для их погашения, что в итоге приводит к делевериджу. Центральный банк может облегчить протекание типичных долговых кризисов с помощью снижения реальных и номинальных процентных ставок, однако самые тяжелые долговые кризисы (депрессии) происходят тогда, когда продолжать понижать процентные ставки становится невозможным. Как правило, множество краткосрочных долговых циклов (деловых циклов) объединяются в один долгосрочный долговой цикл, потому что коэффициент долговой нагрузки каждого краткосрочного цикла выше, чем у предыдущего; что продолжается до тех пор, пока снижение процентных ставок, которое способствовало росту долгов, не перестает быть эффективным рычагом воздействия на экономику. На следующем графике представлены размеры долга и бремени обслуживания долга (основная сумма и проценты) в США с 1910 г. Можно заметить, что процентные выплаты остаются неизменными или сокращаются, даже когда долг растет, поэтому всплеск стоимости обслуживания долгов не так велик, как рост долга. Так происходит, потому что центральный банк (в данном случае Федеральная резервная система) понижает процентные ставки, чтобы усилить финансируемый долгами экономический рост, и продолжает это делать до тех пор, пока дальнейшее понижение ставок становится невозможным (потому что процентные ставки достигли 0%). Когда это происходит, начинается делеверидж.

Данный график дает хорошее общее представление о ходе цикла, однако он не отражает двух аспектов: 1) не передает отличие между разными составляющими, которые в сумме дают эти общие величины, что очень важно понимать; 2) здесь представлен только долг, то есть не включены иные социальные соглашения, такие как пенсии и обязательства по медицинскому страхованию, которые гораздо больше по объему. Рассматривать это явление на более детальном уровне необходимо для измерения уязвимых сторон страны, хотя по большей части эти вопросы не входят в предмет изучения настоящей книги.



Детальное рассмотрение цикла

Разрабатывая шаблон, мы сосредоточимся на периоде, который приводит к депрессии, на самой депрессии и периоде делевериджа, который следует после того, как депрессия достигнет нижнего порога. Поскольку существует два типа крупных долговых кризисов — инфляционный и дефляционный (что по большей части зависит от того, много ли долгов имеет страна в иностранной валюте), мы будем рассматривать их по отдельности.

Статистика, отраженная в графиках фаз цикла, получена из усреднения 21 примера дефляционного долгового цикла и 27 примеров инфляционного долгового цикла, начиная за пять лет до «дна» депрессии и по прошествии семи лет после подъема со «дна».

Следует заметить, что долгосрочные кредитные циклы во многом похожи на краткосрочные долговые циклы, но проходят более тяжело, потому что долговое бремя выше, а кредитно-денежная политика, которая может разрешить ситуацию, менее эффективна. По большей части краткосрочные долговые циклы создают «кочки» на экономическом пути — мини-бумы и рецессии, тогда как крупные долгосрочные циклы приводят к серьезным бумаг и сокращениям. За последнее столетие долгосрочный кредитный кризис в США

произошел дважды — первый раз во время бума 1920-х и Великой депрессии 1930-х, а затем снова во время бума в начале 2000-х и финансового кризиса, начавшегося в 2008 г.

В краткосрочном кредитном цикле расходы ограничиваются исключительно желанием кредиторов и заемщиков предоставлять и получать заемные средства. Когда кредит получить легко — происходит экономический рост. Когда кредит получить трудно — случается рецессия. Доступность кредита контролируется главным образом центральным банком. Центральный банк в целом способен вывести экономику из состояния рецессии с помощью снижения процентных ставок, что может послужить основой для образования нового цикла. Однако со временем каждое «дно» и каждый «пик» цикла завершаются большей экономической активностью, чем в предыдущем цикле, и с большим объемом долгов. Почему? Так устроены люди — они больше склонны занимать и тратить, нежели выплачивать свои долги. Такова человеческая природа. В результате долги растут быстрее доходов в течение продолжительного времени. Это приводит к образованию долгосрочного кредитного цикла.

Во время стадии подъема долгосрочного кредитного цикла заимодавцы легко дают кредиты, даже при том что у заемщиков становится все больше и больше долгов. Так происходит потому, что этот процесс сам себя подкрепляет на этапе роста, рост расходов приводит к росту доходов и благосостояния, что повышает кредитоспособность заемщиков, а это, в свою очередь, позволяет им больше покупать и больше тратить и т. д. Почти все готовы пойти на большой риск. Достаточно часто образуются новые типы финансовых посредников и финансовых инструментов, находящиеся за границами надзора регуляторов. Они получают конкурентное преимущество, потому что могут предложить более выгодные условия и привлечь больше денег, а также выдать кредиты с большей ликвидностью или повышенным риском. Когда объем предлагаемых кредитных средств велик, заемщики обычно тратят больше, чем могут оплатить, что дает им ощущение процветания. В свою очередь заимодавцы, у которых прекрасно идет дело, куда более услужливы, чем следовало бы в этой ситуации. Однако долги не могут бесконечно расти быстрее доходов и денег, необходимых на выплаты по процентам, поэтому назревает долговой кризис.

Когда рост долга по отношению к росту доходов достигает своих пределов, происходит обратный процесс. Активы падают в цене, должники с трудом обслуживают долги, а инвесторы начинают бояться и осторожничать и в результате распродают активы или не пролонгировать кредиты. Это, в свою очередь, приводит к проблемам с ликвидностью, что означает: людям приходится урезать расходы. А поскольку расходы одного — это доходы другого, то и доходы начинают падать, так что кредитоспособность заемщиков еще более ухудшается. Активы продолжают дешеветь, и банки оказываются в еще более стесненных обстоятельствах, тогда как стоимость обслуживания долгов продолжает расти, отчего расходы компаний сокращаются. Фондовый рынок обрушивается, а с ростом безработицы начинают назревать социальные волнения, поскольку компаниям, страдающим от нехватки кредитных средств и наличности, приходится сокращать расходы. Таким образом, весь процесс опять же подпитывает себя, но уже со знаком «минус», и происходит самоусиливающийся спад экономики, который не так просто уже остановить. Долговое бремя стало непосильным, и его необходимо облегчить. В отличие от рецессии, когда в рамках денежно-кредитной политики возможно с легкостью простимулировать экономику путем понижения процентных ставок и увеличения ликвидности, что в свою очередь увеличивает возможности и желание выдавать кредиты — во время депрессии понижать процентные ставки уже некуда. Они либо достигли нуля, либо близки к нулю, а деньги/ликвидность невозможно наращивать посредством стандартных мер.

Такая динамика порождает долгосрочные кредитные циклы. Она существует столько, сколько и кредит, и ее можно проследить задолго до древних римлян. Даже в Ветхом Завете упоминается необходимость прощать все долги раз в 50 лет — в «юбилейный год». Как и большинство других потрясений, эта экономическая драма время от времени возникает и происходит на протяжении всей истории.

Следует помнить, что деньги используются для двух целей: это средство обмена и способ сохранения благосостояния. А поскольку деньги имеют две цели, они служат двум «хозяевам»: 1) тем, кто хочет получить их ради «приобретения необходимого» и поэтому работает, чтобы их получить; 2) тем, у кого есть богатство, стоимость которого можно выразить в денежной форме. На протяжении истории эти две группы назывались по-разному: например, первая — «рабочие», «пролетариат», «неимущие», а вторая — «капиталисты»,

«инвесторы», «имущие». Мы будем называть первую пролетариатом, а вторую — капиталистами. Пролетариат зарабатывает деньги, продавая собственное время, а капиталисты зарабатывают деньги, давая займы другим в обмен на: а) заверения вернуть больше денег, чем ими было изначально получено (что является долговым инструментом); б) долю в бизнесе (что мы называем акциями) или часть другого актива (например, недвижимости).

Эти две группы во главе с правительством (которое устанавливает правила) являются главными участниками этой драмы. При том что, как правило, обеим группам выгодно получать и давать займы деньги, иногда в результате сделки один выигрывает, а другой проигрывает. Это особенно верно в отношении кредиторов и должников.

Финансовые активы одного — это финансовые обязательства другого (обещание возратить деньги). Когда претензии к финансовым активам слишком высоки по сравнению с имеющимися деньгами на их удовлетворение, должен произойти крупный делеверидж. Когда кредитная система свободного рынка, которая финансирует расходы, также перестает действовать, в результате делевериджа обычно происходит обратное, отчего правительству приходится серьезно вмешиваться в экономику и функционирование рынков, так как центральный банк становится главным скупщиком долгов (заимодавцем последней инстанции) и федеральное правительство начинает перераспределять расходы и блага. В такие времена необходима реструктуризация долга, в процессе которой претензии к будущим расходам (долги) сокращаются в отношении того, к чему они предъявлены (деньгам).

Фундаментальный дисбаланс между размером претензий по деньгам (долгам) и денежным предложением (деньгами, необходимыми для обслуживания долга) случался множество раз и всегда разрешался с помощью некой комбинации из рычагов воздействия на экономику, которые я упоминал ранее. Этот процесс проходит болезненно для всех участников, и иногда даже возникают стычки между пролетариатом и капиталистами. Может дойти до того, что кредитование перестает осуществляться, а то и вовсе запрещается. Историки считают, что именно проблемы, связанные с кредитованием, стали причиной, из-за которой ростовщичество (выдача денег в долг под проценты) считалось грехом как в католицизме, так и в исламе.

В данном исследовании мы рассмотрим крупные долговые циклы, в результате которых происходят тяжелые долговые кризисы. Проанализируем, как они протекают и как ими правильно управлять. Однако для начала я бы хотел прояснить разницу между двумя главными типами депрессии: дефляционной и инфляционной.

- *Дефляционная депрессия* характеризуется тем, что руководители стран реагируют на начальный экономический спад снижением процентных ставок. Однако, когда процентные ставки достигают 0%, далее стимулировать экономику таким образом становится невозможным. Преобладают реструктуризация долга и строгая экономия во всем, причем этот процесс не уравнивается достаточным стимулированием экономики (в особенности это касается печатания денег и обесценивания валюты). На данном этапе долговое бремя (долги и расходы на их обслуживание как процент от дохода экономики) растет, потому что доходы снижаются быстрее, чем происходит реструктуризация долга, погашение долга не приводит к сокращению его размера; многим заемщикам приходится брать дополнительные долги, чтобы оплатить возросшие проценты. Как уже говорилось, дефляционные депрессии, как правило, случаются в тех странах, где большая часть долга сформирована в национальной валюте, поэтому сокращение долгов приводит к массовой распродаже активов и дефолтам; однако при этом не возникает проблем с валютой или платежным балансом.
- *Инфляционные депрессии*, как правило, происходят в тех странах, которые зависят от притоков иностранного капитала, отчего у них накапливается большой долг в иностранной валюте, который нельзя монетизировать (выкупить с помощью напечатанных центральным банком денег). Когда приток иностранного капитала замедляется, выдача кредитов приводит к сокращению кредитования. В процессе инфляционного делевериджа изъятие капитала перекрывает кредитование и ликвидность и в то же время падение курса валюты приводит к инфляции. Инфляционные депрессии, в которых большое количество долгов номинировано в иностранной валюте, особенно трудно поддаются управлению, потому что у руководства страны меньше возможностей распределить тяжесть долгового бремени.

Мы начнем с дефляционных депрессий.